

Company Report

2025 年 12 月 5 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ  
藤野 敬太



Q3 累計決算は前年同期比減収減益も、  
Q3 の仕入急増が確認され、通期予想は当  
期純利益を上方修正

地主（以下、同社）の 25/12 期第 3 四半期（以下、Q3）累計決算は、Q3 の販売用不動産の売却が少なく、売上高が前年同期比 9.3%減となった。さらに、第 1 四半期に低利益率のウェアハウジング案件の売却があったことが影響して売上総利益率も低下し、営業利益が同 40.5%減、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 43.1%減となった。それでも Q3 の仕入急増や、Q4 での資産の入替を企図した固定資産の売却等による特別利益の発生を織り込んで、25/12 期会社予想では、売上高と親会社株主に帰属する当期純利益が過去最高を更新する水準まで上方修正された。また、売却を予定する案件は全て、売却先や売買条件含めて確定済みであり、今回の業績修正の達成確度は非常に高いと考えられる。

Q3 の仕入急増の内容が明らかになった。Q3 累計の仕入額 867 億円の過半が土地のセール&リースバック提案等によるもので、従来型の既存底地は約 13%に留まり、仕入構造が変わってきたことがうかがえる。土地のセール&リースバック提案等による仕入獲得は 23/12 期より同社が戦略的に行ってきたことであり、同社の戦略が実績として表れ始めたと言え、今回の増加が一過性のものではなく、同様の需要が今後も本格化しているものと見ています。

同社の相対株価は、2024 年 7 月に大型ファイナンスを実施して以来、TOPIX に対して大きく劣後して推移してきた。2024 年 7 月のファイナンスの実施は、将来の業績につながる仕入に対して同社が自信を強めていることが背景にあったが、なかなか評価を受けなかった。中間決算で仕入急増が公表された後の株価の上昇は、同社の業績拡大シナリオへの自信に対し、市場が信頼感を寄せるようになったことを意味していると考えられる。

2025 年 8 月以降の株価上昇でバリュエーションの水準も上昇している。それでも同社を含む同業他社 7 社との比較では同社は中団に位置しており、同社の成長戦略に基づいた順調な業績拡大が浸透すれば、更なる株価上昇につながる可能性があると考えられる。

株価・出来高(1 年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(12/5)	2,912
52週高値(25/9/16)	3,100
52週安値(25/4/7)	1,815
上場来高値(25/9/16)	3,100
上場来安値(20/4/3)	1,121
発行済株式数(百万株)	21.6
時価総額(十億円)	62.8
EV (十億円)	102.2
自己資本比率(24/12、%)	38.6
ROE (24/12、%)	16.0
PER (25/12 会予、倍)	8.5
PBR (24/12 実績、倍)	1.3
配当利回り (25/12 会予、%)	3.8

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
24/12 Q1-Q3	47,894	90.0	7,212	19.4	6,645	11.0	4,860	3.9	279.6	-
25/12 Q1-Q3	43,428	-9.3	4,293	-40.5	3,121	-53.0	2,764	-43.1	134.0	-
21/12	56,177	-	5,475	-	5,002	-	3,124	-	170.9	50.0
22/12	49,887	-11.2	6,411	17.1	5,943	18.8	3,641	16.5	199.2	55.0
23/12	31,597	-36.7	6,154	-4.0	5,718	-3.8	4,709	29.3	267.8	55.0
24/12	57,068	80.6	8,677	41.0	8,265	44.5	6,087	29.3	334.9	85.0
25/12 旧会社予想	70,000	22.7	9,500	9.5	8,000	-3.2	6,100	0.2	295.5	100.0
25/12 新会社予想	76,000	33.2	8,700	0.3	7,000	-15.3	7,100	16.6	344.0	110.0

注：決算期変更により 20/12 期が 9 カ月決算のため、21/12 期の前年比は不可 出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 目次

1. 25/12 期 Q3 累計決算 .....	3
2. JINUSHI ビジネスの直近の動向 .....	5
1) 仕入の状況 .....	5
2) 土地の貸し先であるテナントの動向 .....	7
3) 販売の動向 .....	8
3. 地主リートの直近の動向 .....	8
4. 25/12 期業績見通し .....	9
5. 株価の動向 .....	10

## 1. 25/12 期 Q3 累計決算

### Q3 累計は前年同期比減収減益

25/12 期第 3 四半期（以下、Q3）累計決算は、売上高が前年同期比 9.3%減の 434.2 億円、営業利益が同 40.5%減の 42.9 億円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 43.1%減の 27.6 億円となった。Q3 累計決算公表に合わせて、25/12 期通期の会社予想が修正されたが、修正後の 25/12 期通期の会社予想に対する進捗率は、それぞれ 57.1%、49.4%、38.9%である（図表 1）。

図表 1. 地主の 25/12 期第 3 四半期累計決算要約表

(百万円)	25/12 Q3 累計 (A)	前年同期比	達成率 (A)÷(B)	25/12 通期 会社予想(修正後)(B)
売上高	43,428	-9.3%	57.1%	76,000
営業利益	4,293	-40.5%	49.4%	8,700
経常利益	3,121	-53.0%	44.6%	7,000
親会社株主に帰属する 当期（四半期）純利益	2,764	-43.1%	38.9%	7,100

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 想定通りの売却案件の減少により前年同期比減収

Q3 累計が減収となったのは、第 2 四半期（以下、Q2）と Q3 に売却案件が多くなかった点に尽きる。第 1 四半期（以下、Q1）にあったウェアハウジング案件に類する大型の案件がなかったことも要因のひとつとして挙げられよう。ただし、同社からは「今期は下期、特に第 4 四半期（以下、Q4）に利益を計上する計画」と期初より開示しており、Q3 時点での減収は同社の想定線であったと考えられる。

### 減収と売上総利益率低下で売上総利益は減益

Q3 累計の売上総利益は前年同期比 24.5%減の 80.6 億円となり、売上総利益率は同 3.7%ポイント低下の 18.6%となった。Q3 累計の売上総利益の減益は、減収と売上総利益率の低下の 2 つが原因である。

### 売上総利益率は前年同期比 3.7%ポイント低下

同社の収益は、フロービジネスの収益、ストックビジネスの収益、その他に分類できる。その他の金額は僅少であるため、フロービジネスとストックビジネスが大半を占めている。

売上総利益率は、ストックビジネスがフロービジネスを大きく上回る。両者の構成比の変化が全体の売上総利益率に影響するが、Q3 累計の売上総利益に占めるストックビジネスの収益の割合は 34.1%で、前年同期の 23.5%より上昇している（図表 2）。すなわち全体の売上総利益率の低下は、構成比の変化の影響ではなく、大きな割合を占めるフロービジネスの収益そのものの売上総利益率の低下によるものと言える。

### フロービジネスの収益の売上総利益率の低下は Q1 のウェアハウジング案件の売却によるところが大きい

フロービジネスの収益は、不動産売却収益である。土地の売却状況や、案件ごとの個別性が強いために、同社の底地商品に対する需給の話とは別に、売上総利益率の変動が大きくなるという特徴がある。

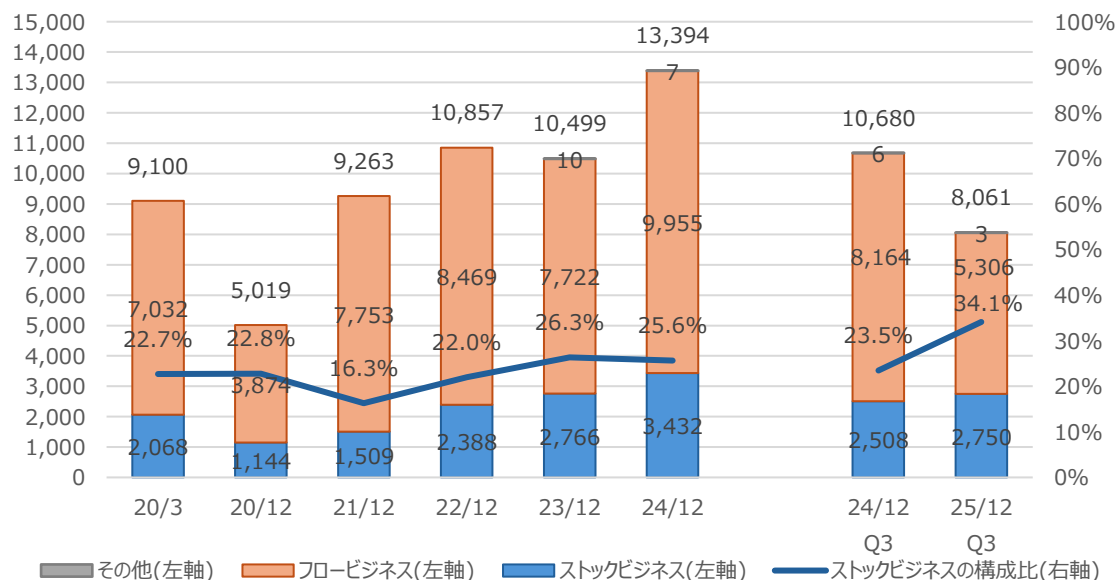
Q3 累計のフロービジネスの売上総利益率は 13.2%で、前年同期比 4.9%ポイントの低下となった（図表 3）。Q1 は 10.9%、中間期は 12.7%、Q3 累計は 13.2%と四半期が進むにつれて切り上がっていることから、前年同期に比べて売上総利益率が低いのは Q1 のウェアハウジング案件の売却が多かったことが原因であると言える。なお、Q1 のウェアハウジング案件の売却は同社にとっては計画通りであり、25/12 期後半に向けて売上総利益率が切り上がっていくという期初時点での想定通りとなっている。

ウェアハウジング案件とは、地主リートへのスポンサーサポート機能の一つであり、本来であれば地主リートが第三者から直接取得する物件を、地主リート側の取得時期の調整等の目的のために、同社が先行取得し、その後地主リートに売却するものである。ウェアハウジング案件は概して売却時の売上総利益率が低く、結果としてフロービジネスの収益の売上総利益率の低下につながった。

## ストックビジネスの売上 総利益は安定的に推移

ストックビジネスの収益は、事業別に、不動産投資事業（保有中の賃貸収益）、不動産賃貸事業、資産運用事業に分類される。フロービジネスの収益の増減の影響を受けて、ストックビジネスの収益の構成比も上下するが、同社は、安定したストック収益により固定費を賄うことで業績の安定性向上を目指すことを長期的な方針としており、収益の金額の増加が続いていることが肝要である。

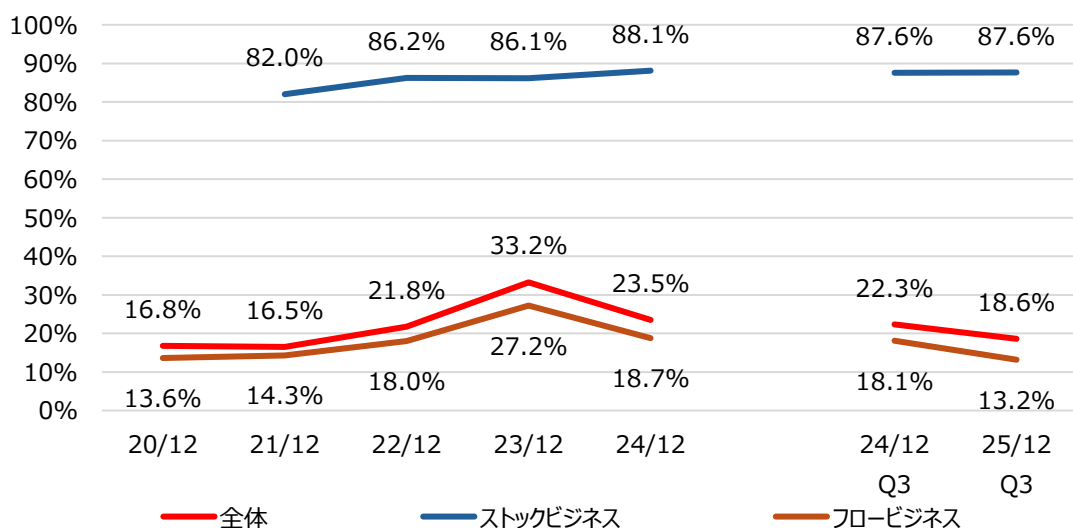
図表 2. ビジネス形態別売上総利益の推移 (百万円)



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算。24/12 期からセグメント区分変更。23/12 期は変更後の区分で記載。22/12 期以前は、新区分のその他を、フロービジネスに含めて記載

出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 3. 売上総利益率の推移



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算。24/12 期からセグメント区分変更。23/12 期は変更後の区分で記載。22/12 期以前は、新区分のその他を、フロービジネスに含めて記載

出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 売上高営業利益率低下も、 想定通りの動き

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前年同期比 8.7%増の 37.6 億円だったが、減収に伴い、売上高販管費率は同 1.5%ポイント上昇の 8.7%となった。

これらより、売上総利益率の低下と売上高販管費率の上昇が合い重なり、売上高営業利益率は前年同期比 5.2%ポイント低下の 9.9%となった。ウェアハウジング案件の売却による売上総利益率の低下は期初より見込まれていたことから、想定通りの動きであったと考えられる。

## 親会社株主に帰属する 四半期純利益も減益だが、 今期は主に下期に利益を 計上する計画

営業外収益において米国子会社への貸付に伴う為替差損 2.4 億円が計上された（前年同期は 0.7 億円の為替差損）。また、豪州の関係会社（ニューリアルプロパティ）の清算益として 6.2 億円の特別利益の計上があった（前年同期は特別利益はなし）。これらを含め、親会社株主に帰属する四半期純利益は前年同期比 38.9%減、売上高当期純利益率は同 3.8%ポイント低下の 6.4%となった。

なお、同社は案件の期間収益の最大化や財務状況を踏まえ、年間を通して売却計画を策定する。その計画に基づくと、今期の当期純利益は主に Q4 に計上する計画となっており、同社は、概ね期初計画通りに推移したとしている。

## 2. JINUSHI ビジネスの直近の動向

JINUSHI ビジネスは、「土地を買う（仕入れる）」、「土地を貸す」、「貸している土地を売る」、「投資家の資金を運用する」、の 4 つのステップを踏むことで、資金の回転を継続させながら保有不動産を増やしていくモデルである。

4 つのステップのうち、「投資家の資金を運用する」のステップは、100%子会社の地主アセットマネジメントが運用する地主リートが担っているため、「地主リートの直近の動向」の章で説明する。

### 1) 仕入の状況

## 販売用不動産残高が前年 同期末と比べて 25.6%増 となったのは Q3 に仕入が 急増したことが要因

Q3 末時点における販売用不動産残高（計上ベース）は 887.4 億円であり、前 Q3 末 706.7 億円に対して 25.6%増と、今後の販売増を見越して大きく積み上がっている（図表 4）。

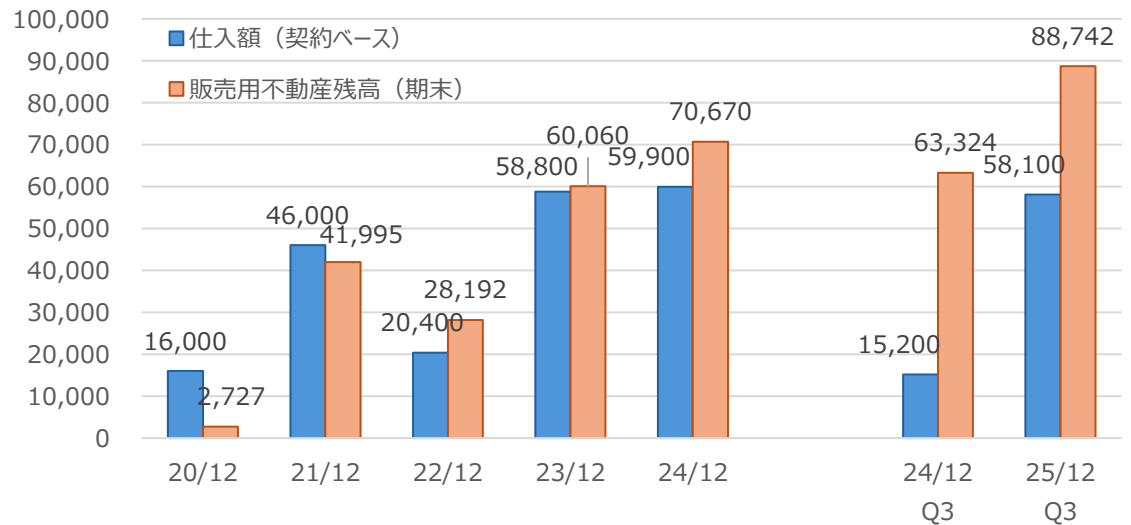
積み上がっている状況を細かく見ると、Q3 累計の仕入（契約ベース）は、件数は前年同期と同じ 51 件、仕入額は前年同期比 1.9 倍の 867.0 億円となった。四半期別の仕入額は Q1 から順に 129 億円、156 億円、581 億円と推移しており、Q3 の仕入の急増が目立つ（図表 5）。

## 前年同期比で減少していた 仕入件数もキャッチアップ

中間期まで仕入件数は前年同期比でみて減少ペースで推移していた。これは、ポートフォリオのバランスを勘案して、家族葬の案件に関する仕入を、2024 年後半から戦略的に抑制したことが影響したためだが、Q3 の仕入急増もあって、件数においても Q3 にキャッチアップしてきた。

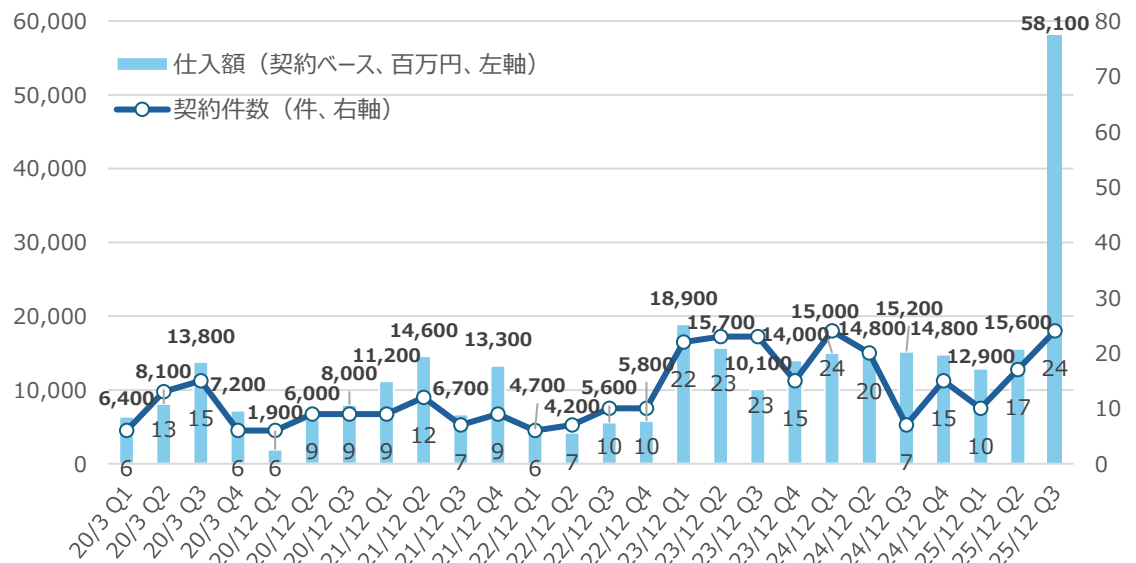


図表 4. 各期の仕入額及び各期末の販売用不動産残高の推移 (百万円)



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算  
出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 5. 仕入の契約件数及び仕入額の推移 (四半期)



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算  
出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 戦略通り仕入構造が大きく変化

累計仕入額 867 億円の内訳は、1)従来型の既存底地（他社が開発）114 億円、2)新規開発（同社が開発）298 億円、3)土地のセール&リースバック提案等 454 億円であり、土地のセール&リースバック提案等が過半となった。同社の戦略通りに、仕入構造が大きく変化している状況がうかがえる。

## セール&リースバック提案等は 23/12 期以降の注力分野

土地のセール&リースバック提案とは、企業が土地と既に稼働している建物の両方を保有しているケースにおいて、土地の所有と利用を分離させようというもので、土地のみを同社に売却した後定期借地権設定契約を締結し、稼働している建物はその企業がそのまま使用し続けるというものである。企業としては、建物の利用実態は変わらず、成長投資資金の獲得や売却益の創出、バランスシートのスリム化といった財務体質の改善を図ることができるということがメリットとなる。

土地のセール&リースバック提案は、23/12期以降、同社が成長戦略の一つとして挙げていたもので、成長戦略に基づいた同社の施策が仕入の加速につながったと言える。東証からの「資本コストや株価を意識した経営」の要請や、投資家（アクティビストや PE ファンド等）からの ROE 改善や財務状況改善の要請を背景に、企業が所有する不動産の有効活用化に対する需要は大きく、45 兆円の潜在市場があるとされている。そのため、セール&リースバック提案等に関連する需要の本格化は一過性のものではなく、今後も続いていくと同社では見ている。

## セール&リースバック提案等の具体的事例

同社では、セール&リースバック提案等に関係する直近の事例として、以下の 3 件を紹介している。典型的なセール&リースバック提案から少し変形した案件も含まれるが、既存所有者が土地と建物を一括で所有していたものを、土地の所有と建物の所有を分離することで様々なメリットを提供することが特徴である。

- 1) PE ファンドである KKR と、KKR のグループ会社であるセントラル・タンクターミナルとの戦略的パートナーシップに基づくタンクターミナル用地の案件（仕入総額 90 億円以上）
- 2) イオンリテールからの依頼による、イオンモール日根野店の用地の取得（仕入総額 80 億円以上）
- 3) 読売新聞グループ及び西武グループとの共同事業による、所沢の既存商業施設「トコトコスクエア」の土地部分を組入資産とする SPC 組成（同社が 58.1% 出資）（仕入総額 110 億円以上）

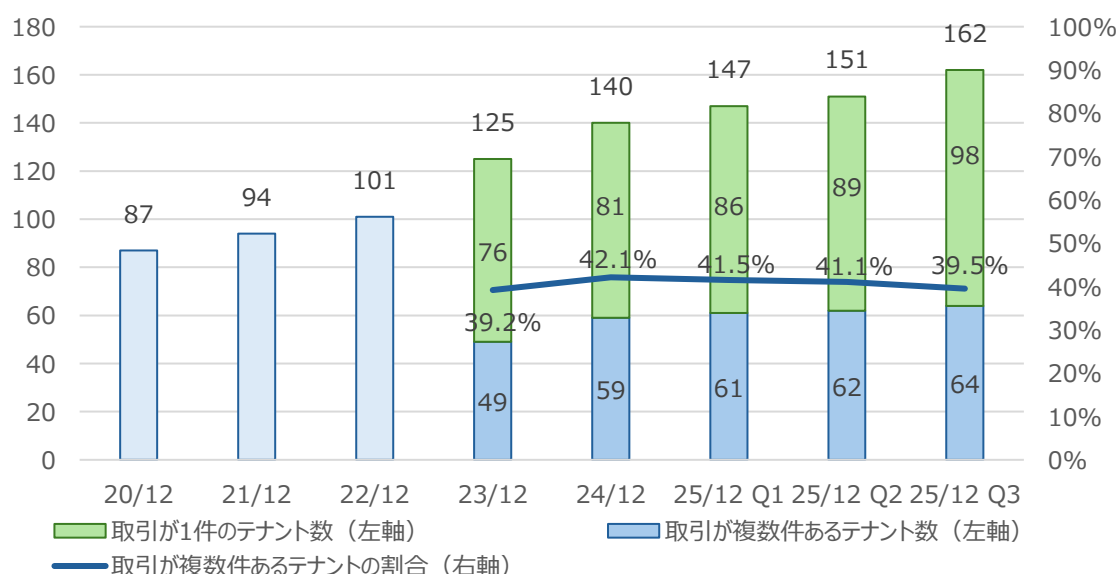
## 2) 土地の貸し先であるテナントの動向

### Q3 末のテナント社数は 24/12 期末比で 22 社 増加の 162 社

同社と長期の定期借地権設定契約を締結するテナントの社数は、Q3 末において 162 社となり、24/12 期末比で 22 社増加した。特に Q3 の 3 ヶ月で 11 社増加しており、Q3 の仕入急増の影響が反映されている。

Q3 末の 162 社のテナントのうちの 30 社を占めるスーパーを筆頭に、ドラッグストア（14 社）、カーディーラー（12 社）、飲食店（11 社）、工事・倉庫・タンクターミナル（11 社）、家族葬（9 社）、ホームセンター（9 社）、ホテル（8 社）、家電量販店（7 社）といった業種のテナントが上位にくる。中長期の方針として、同社は社会インフラを担うテナントを含めテナント業種の多様化を進めている。

図表 6. テナントの期末の社数の推移（件）



注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

累計 470 案件、約 6,131 億円の開発実績

## 3) 販売の動向

このように、同社は土地を買って、テナントに貸すことによって、長期安定のキャッシュ・フローを生み出す不動産金融商品として仕立て、その後、地主リート等のファンドや投資家に売却する。25/12 期 Q3 末時点で、累計 470 案件、約 6,131 億円の開発実績を積み上げてきた。開発実績のテナント業種の上位は小売業に属する業種が多いが、最も多いスーパーマーケットでも約 23%に留まっている。また、地域的には東名阪で約 82%を占めるが、東京圏（1 都 3 県と茨城県）で約 45%であり、決して一極集中しているわけではない。

地主リート運用後の、同社から地主リートへの売却比率（スポンサーパイプラインサポート比率）は、17/3 期以降の累計で、ブリッジスキームを含み 67.3%である。ブリッジスキームとは「最終的な売却先が決まっており、別法人が一時的に保有する仕組み」のことであり、地主アセットマネジメントが指定する第三者（実質、地主リートと推測）に対し取得に係る優先交渉権を付与するものである。間に立つのは銀行系リース会社である。

なお、同社では、資金の回転を重視して、土地の仕入れから販売までの期間の目安を 1 年～1 年半程度に設定している。

## 3. 地主リートの直近の動向

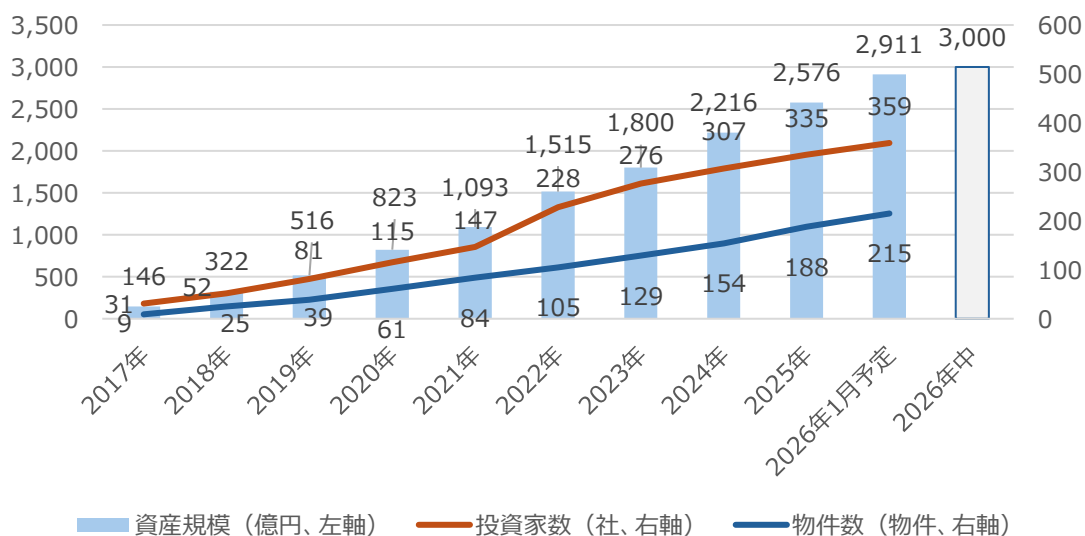
低リスクかつ低ボラティリティの地主リート

100%子会社の地主アセットマネジメントが運用する地主リートは、国内唯一の底地特化型の私募リートである。商品コンセプトとしては、財務安定性を重視して 20～40%程度の LTV 水準で、分配金利回りを年率 3.5%程度に想定している。実績としては、運用開始以降、LTV33%程度、分配金利回り年率 4.0%程度で運用されてきている。また、固定借入比率は 95.1%、平均残存借入期間は 4.4 年である。

地主リートの資産運用残高は 2026 年 1 月予定の 10 次増資終了時点で 2,911 億円となる見込み

底地に特化したリートは、上場、私募とも他に存在していないため、他にはない投資機会を提供する金融商品として投資家に受け入れられており、2017 年の運用開始以降、資産規模を拡大させてきた。資産運用残高は、9 次増資終了後の 2025 年 1 月 9 日時点で 2,576 億円となり、2026 年 1 月に予定されている 10 次増資終了後で 2,911 億円になる見込みである。中期経営計画での 26/12 期中に 3,000 億円という目標が視野に入ってきた。

図表 7. 地主リートの資産規模の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成



## 小売 3 業種への集中度が高い地主リートのポートフォリオ

2025 年 1 月の 9 次増資終了後の時点での運用物件数は 188 物件である。運用資産のテナント業種別ポートフォリオは、同社の開発実績と比べても、スーパーマーケット、ホームセンター、ドラッグストアの上位 3 業種への集中度が高いポートフォリオとなっていると見られる。

なお、10 次増資募集では 27 案件、約 323 億円の物件を取得し、増資終了後の運用物件数は 215 物件になる予定である。

## 4. 25/12 期業績見通し

### 25/12 期会社予想修正で当期純利益は過去最高を想定

25/12 期について、同社は、売上高 76,000 百万円（前期比 33.2%増）、営業利益 8,700 百万円（同 0.3%増）、経常利益 7,000 百万円（同 15.3%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 7,100 百万円（同 16.6%増）を計画している。

修正前は、売上高 70,000 百万円（前期比 22.7%増）、営業利益 9,500 百万円（同 9.5%増）、経常利益 8,000 百万円（同 3.2%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 6,100 百万円（同 0.2%増）であった。営業利益と経常利益は引き下げられたものの、売上高と当期純利益が引き上げられたことになる。

従前より、決算説明資料や決算短信において「過去最高益を目指す」としている。当期純利益における同社の過去最高益は 17/3 期の 6,437 百万円であり、これを意識していたと考えられる。また、売却を予定する案件は全て、売却先や売買条件含めて確定済みであり、今回の業績修正の達成確度は非常に高いと考えられる。

### 販売用不動産残高の増加が売上高引き上げの裏づけ

土地のセール&リースバック提案等が牽引した Q3 の仕入急増もあって、図表 4 にある通り、25/12 期 Q3 末の販売用不動産残高は前期末比 40.1%増となっており、これが売上高引き上げの裏づけとしている。

### 前回予想より売却益は 10 億円の減額を想定

同社では、ストック収益からの利益（主に賃貸収入）が前回予想比で 200 百万円の増額となる一方、フロー収益からの利益（売却益）が前回予想比で 1,000 百万円の減額になるとしている。売却益の減額の主な理由は、フロー収益の売上総利益率の低下である。

### 通期で売上総利益率は低下する見込み

同社の売上総利益はフロービジネスからのものが約 7 割を占めており、案件の金額規模、仕入から販売までの期間、案件の地域の周辺の相場との兼ね合い等々の諸条件から仕入を決定している。そのため、同社にとっては、売上総利益率はあくまで結果という認識である。

25/12 期の売上総利益率の予想は開示されていないが、Q1 に低利益率のウェアハウジング案件の販売があったことが影響して Q3 累計の売上総利益率が前年同期より 3.7%ポイント低い（フロー収益に限ると前年同期比 5.0%ポイント低い）ことに加え、Q4 も資産ポートフォリオ組み替えを優先した販売を行うものと考えられることから、通年でみても、前期比で売上総利益率は低下すると推察される。

結果、前回予想比では、ストック収益（賃貸収益）は約 200 百万円増加するものの、フロー収益（売却益）は約 1,000 百万円減少することを同社では想定しているようだ。

### 売上高営業利益率は低下も営業利益は微増益計画

売上総利益率の低下が主要因となり、25/12 期の売上高営業利益率は、前期比 3.7%ポイント低下、修正前計画比 2.1%ポイント低下の 11.5%になる見込みである。それでも、営業利益は微増益を維持する計画としている。

### 営業外損益に関する動き

25/12 期会社予想の営業利益が前回予想比で 8 億円の減額となっているところ、経常利益では同 10 億円の減額となっている。これは営業外損益のところで 2 つの要因があると考えられる。

営業外損益に関しては、米国子会社への貸付に関連する為替差損益があり、為替変動の影響を受けることが勘案されている。会社予想では、24/12 期の実績為替レート 1 ドル 158 円に対し、25/12 期の想定為替レートは 1 ドル 150 円としている（期末の為替レートが想定より円安に振れると差益が発生する）。こ

れにより 24/12 期は 3.5 億円の為替差益が計上されたが、25/12 期は 2.1 億円の為替差損が想定されている。

さらに、Q3 での仕入急増もあり、期初計画に比べて借入金が増加していることも想定される。実際、借入金は 24/12 期末の 62,819 百万円（短期借入金 1,500 百万円、1 年内返済予定の長期借入金 1,084 百万円、長期借入金 60,234 百万円）に対し、25/12 期 Q3 末の 99,547 百万円（短期借入金 1,280 百万円、1 年内返済予定の長期借入金 1,458 百万円、長期借入金 89,159 百万円、ノンコース長期借入金 7,650 百万円）と約 58%増加しており、これが支払利息の想定以上の増加につながっていることも考えられる。

**当期純利益が増益の計画になっているのは Q4 の特別利益計上が予定されているため**

特別損益については、豪州子会社の清算の影響もあり、前期に発生したような法人税等の減額 3.5 億円がなくなる一方で、6.2 億円の特別利益が計上された（25/12 期 H1 決算で計上済み）。

これに Q4 に 2 つの特別利益が加わる予定である。

ひとつは、BALM（旧ビッグモーター）との和解案受諾によるからの清算金受領で、Q4 に 906 百万円の特別利益が計上される予定である。

もうひとつは、Q3 での仕入急増を受けての資産ポートフォリオ入れ替えの一環で行われる、固定資産の売却で、Q4 に 1,586 百万円の売却益が計上される予定である。固定資産は既存の資産を切り売りしているということではなく、通常の業務で仕入れたもののうち、会計上は固定資産に分類されるものがあり、それを売却すると売上高及び営業利益に反映されず、特別損益での計上になるものが発生する。

会社予想において、経常利益が減益でありながら、親会社株主に帰属する当期純利益が前期比 16.6%増を見込んでいるのは、これらの特別利益の計上を予定しているためである。

**25/12 期は記念配当が  
上乗せされて増配**

25/12 期会社予想の上方修正を受け、同社は 25/12 期の 1 株当たり予想配当金を 110.0 円（中間 50.0 円、期末 60.0 円）に引き上げた。修正前の 100.0 円（中間 50.0 円、期末 50.0 円）に創業 25 周年の記念配当 10.0 円が上乗せされた形である。前期実績の 1 株当たり配当金が 85.0 円（中間 42.5 円、期末 42.5 円）に対して 25.0 円の増配となる。

配当性向は 24/12 期の 25.4%であったが、25/12 期は 32.0%の想定となっており、利益成長とともに増配を目指す（累進配当）方針である。

## 5. 株価の動向

同社の 2024 年 1 月以降の株価推移をみるために、図表 8 で、2023 年末の株価を 100 とした時の主な不動産金融企業と TOPIX（東証株価指数）の株価推移を指数で表して比較した（2023 年 12 月末の株価を 100 とした）。

**2024 年 7 月の大型  
ファイナンス以降、株価は  
対 TOPIX で大幅に  
下回って推移してきた**

同社株式の相対株価は、2024 年 7 月 11 日の大型の公募増資等の開示以降、同社の相対株価が TOPIX を大きく下回った状態が続いてきた。

2024 年 7 月の資金調達、同社の戦略に基づく仕入拡大及び今後の成長に対する同社の自信の表れだった。また、今後の成長に向けた仕入拡大のための十分な資金を確保することができた。それでも、仕入のための資金の獲得のために再度増資する可能性があるという投資家からの懸念を払拭しきれなかったこと、フロー収益が収益の大半を占める事業構造上、成長に対する同社の自信が実績数値にすぐには反映されていなかったことが、相対株価が TOPIX を下回り続けた要因になっていたと推察される。

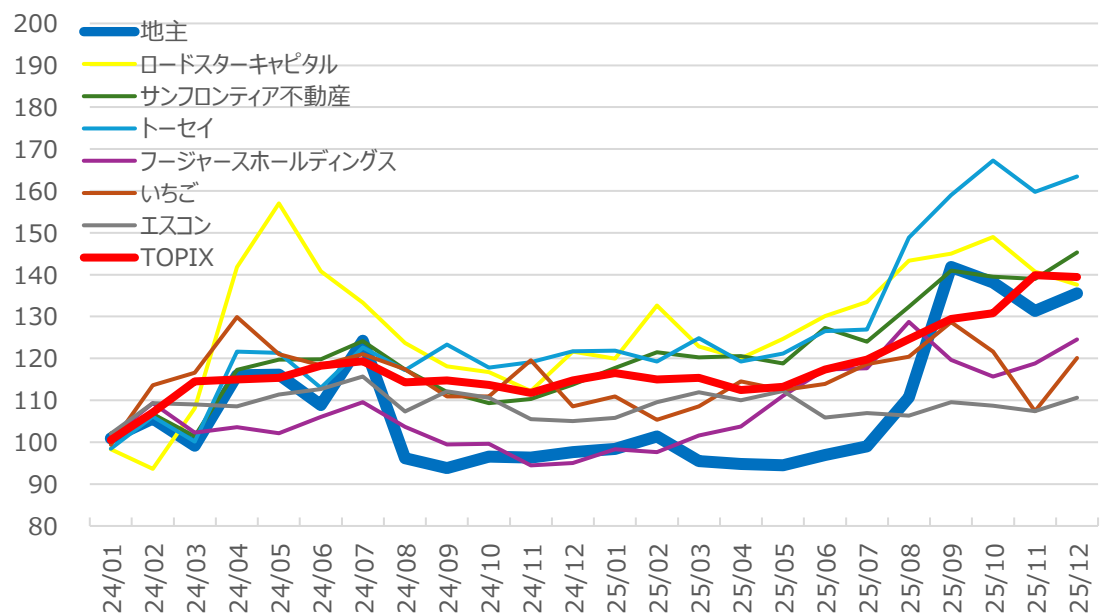
# 地主 | 3252 (東証プライム)

中間決算公表時に仕入の  
急拡大を確認して株価は  
大きく上昇

しかし、2025 年 8 月の中間決算公表時に、2025 年 7 月の仕入が急増していることと、それが同社の成長戦略に基づいたもので一過性のものではないという認識が高まり株価は大きく上昇し、上場来高値を更新した。今後の成長に対する同社の自信が、株価に反映されるようになったという見方もできよう。

現在、同社の PER は 8.5 倍、PBR は 1.3 倍であり、バリュエーション面では、比較対象企業の中で平均的な水準に落ち着いている。PER で同社より高いのはトーセイ (8923 東証プライム) といちご (2337 東証プライム) であり、PBR で同社より高いのは、ロードスターキャピタル (3482 東証プライム)、トーセイ、いちごとなっている。

図表 8. 不動産金融企業の株価推移 (2023 年末 = 100)



出所： ストラテジー・アドバイザーズ

# 地主 | 3252 (東証プライム)

図表 9. 他の不動産金融企業との比較

企業名	コード	決算期	売上高 (百万円)	当期純利益 (百万円)	売上高 当期純利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
<b>地主</b>	<b>3252</b>	<b>2024/12</b>	<b>57,068</b>	<b>6,087</b>	<b>10.7</b>	<b>16.0</b>	<b>6.5</b>
ロードスターキャピタル	3482	2024/12	34,421	6,871	20.0	30.6	11.0
サンフロンティア不動産	8934	2025/03	103,174	14,163	13.7	14.7	8.0
トーセイ	8923	2024/11	82,192	11,985	14.6	13.9	5.4
フージャースホールディングス	3284	2025/03	92,153	5,462	5.9	13.5	4.5
いちご	2337	2025/02	83,576	15,187	18.2	14.0	2.7
エスコン	8892	2025/03	113,603	11,193	9.9	14.8	3.9

企業名	コード	ネット D/E レシオ (倍)	DCR (%)	自己資本 比率 (%)
<b>地主</b>	<b>3252</b>	<b>0.87</b>	<b>149.6</b>	<b>38.6</b>
ロードスターキャピタル	3482	1.95	481.6	23.9
サンフロンティア不動産	8934	0.45	133.6	46.8
トーセイ	8923	1.44	247.7	32.7
フージャースホールディングス	3284	1.61	209.1	23.4
いちご	2337	1.79	108.5	27.5
エスコン	8892	3.68	224.2	17.2

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. 同業他社とのバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	株価 (12/5)	時価総額 (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
<b>地主</b>	<b>3252</b>	<b>2024/12</b>	<b>2,912</b>	<b>60,225</b>	<b>8.5</b>	<b>1.3</b>	<b>3.8</b>	<b>16.0</b>
ロードスターキャピタル	3482	2024/12	2,787	46,537	6.0	1.8	3.0	30.6
サンフロンティア不動産	8934	2025/03	2,313	112,258	7.2	1.1	3.3	14.7
トーセイ	8923	2024/11	1,619	156,994	10.8	1.7	3.1	13.9
フージャースホールディングス	3284	2025/03	1,270	51,945	7.5	1.1	5.8	13.5
いちご	2337	2025/02	398	164,489	10.4	1.5	2.9	14.0
エスコン	8892	2025/03	1,012	96,861	8.4	1.2	4.7	14.8

注：時価総額は自己株式を除いた発行済株式数を用いて算出。地主の時価総額はファイナンス後の株式数を用いて算出

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 半期/四半期業績動向

(百万円)	23/12 H1	H2	24/12 H1	H2	25/12 H1
<b>損益計算書</b>					
売上高	10,373	21,224	44,929	12,139	39,816
売上原価	7,580	13,518	35,518	8,156	33,298
売上総利益	2,793	7,706	9,411	3,983	6,518
売上総利益率	26.9%	36.3%	20.9%	32.8%	16.4%
販売管理費	2,100	2,244	2,449	2,268	2,460
売上高販売管理費率	20.2%	10.6%	5.5%	18.7%	6.2%
営業利益	693	5,461	6,962	1,715	4,057
売上高営業利益率	6.7%	25.7%	15.5%	14.1%	10.2%
営業外収支	17	-453	137	-549	-882
金融収支	-177	-217	-181	-340	-366
持分法投資損益	40	0	0	0	-29
その他	154	-236	318	-209	-487
経常利益	711	5,007	7,100	1,165	3,174
売上高経常利益率	6.9%	23.6%	15.8%	9.6%	8.0%
特別損益	1,207	282	0	0	626
税前利益	1,918	5,250	7,099	1,118	3,801
法人税等合計	700	1,730	1,856	267	1,016
(法人税率)	36.5%	33.0%	26.1%	23.9%	26.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,193	3,516	5,242	845	2,780
売上高当期純利益率	11.5%	16.6%	11.7%	7.0%	7.0%

(百万円)	24/12 Q1	Q2	Q3	Q4	25/12 Q1	Q2	Q3
<b>損益計算書</b>							
売上高	29,729	15,200	2,965	9,174	30,529	9,287	3,612
売上原価	24,377	11,141	1,696	6,460	26,358	6,940	2,069
売上総利益	5,352	4,059	1,269	2,714	4,171	2,347	1,543
売上総利益率	18.0%	26.7%	42.8%	29.6%	13.7%	25.3%	42.7%
販売管理費	1,225	1,224	1,018	1,250	1,223	1,237	1,307
売上高販売管理費率	4.1%	8.1%	34.3%	13.6%	4.0%	13.3%	36.2%
営業利益	4,126	2,836	250	1,465	2,948	1,109	236
売上高営業利益率	13.9%	18.7%	8.4%	16.0%	9.7%	11.9%	6.5%
営業外収支	165	-28	-705	156	-481	-401	-291
金融収支	-38	-143	-178	-162	-168	-198	-297
持分法投資損益	0	0	0	0	-21	-8	-13
その他	203	115	-527	318	-292	-195	19
経常利益	4,292	2,808	-455	1,620	2,467	707	-53
売上高経常利益率	14.4%	18.5%	-15.3%	17.7%	8.1%	7.6%	-1.5%
特別損益	0	0	0	0	170	456	0
税前利益	4,292	2,807	-494	1,612	2,637	1,164	-53
法人税等合計	1,531	325	-114	381	825	191	-79
(法人税率)	35.7%	11.6%	-	23.6%	31.3%	16.4%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	2,758	2,484	-382	1,227	1,809	971	-16
売上高当期純利益率	9.3%	16.3%	-12.9%	13.4%	5.9%	10.5%	-0.4%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成



図表 12. 損益計算書の推移 (通期ベース)

(百万円)	19/3	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12 CoE
売上高	39,834	74,187	29,887	56,177	49,887	31,597	57,068	76,000
売上原価	31,662	65,087	24,868	46,914	39,030	21,098	43,674	
売上総利益	8,172	9,100	5,019	9,263	10,857	10,499	13,394	
売上総利益率	20.5%	12.3%	16.8%	16.5%	21.8%	33.2%	23.5%	
内、フロービジネス	6,569	7,028	3,868	7,738	8,275	7,722	9,955	
内、ストックビジネス	1,111	2,068	1,144	1,509	2,388	2,766	3,432	
内、その他	491	3	6	15	194	10	7	
販売管理費	3,725	3,856	2,599	3,788	4,446	4,344	4,717	
営業利益	4,447	5,245	2,420	5,475	6,411	6,154	8,677	8,700
売上高営業利益率	11.2%	7.1%	8.1%	9.7%	12.9%	19.5%	15.2%	11.4%
営業外収益	703	403	637	285	435	227	509	
受取利息・配当金	27	12	7	5	17	51	134	
持分法投資利益	304	167	130	—	—	40	1	
為替差益	88	80	—	138	296	84	350	
その他	284	144	500	142	122	52	24	
営業外費用	822	1,049	900	758	903	663	921	
支払利息・割引料	613	729	392	457	598	445	655	
持分法投資損失	—	—	—	83	8	—	—	
為替差損	—	—	377	—	—	—	—	
資金調達費用	167	272	120	212	267	186	197	
その他	42	48	11	6	30	32	69	
経常利益	4,328	4,599	2,157	5,002	5,943	5,718	8,265	7,000
売上高経常利益率	10.9%	6.2%	7.2%	8.9%	11.9%	18.1%	14.5%	9.2%
特別利益	333	130	—	—	—	1,489	—	
特別損失	829	102	—	73	1,331	40	40	
税前利益	3,831	4,628	2,157	4,927	4,612	7,168	8,217	
法人税・住民税・事業税	1,312	1,538	612	4,006	1,423	2,268	2,438	
法人税等調整額	-165	-87	-100	-2,203	-456	162	-315	
法人税等合計	1,146	1,451	512	1,803	967	2,430	2,123	
(法人税率)	29.9%	31.4%	23.7%	36.6%	21.0%	33.9%	25.8%	
親会社株主に帰属する当期純利益	2,685	3,177	1,645	3,124	3,641	4,709	6,087	7,100
売上高当期純利益率	6.7%	4.3%	5.5%	5.6%	7.3%	14.9%	10.7%	9.3%
EPS (円)	149.30	174.59	89.94	170.90	199.16	267.76	334.89	344.00
有形・無形固定資産投資	338	197	2,954	14,142	500	723	477	
減価償却費・のれん償却額	166	116	72	148	148	206	211	
キャッシュ・フロー	2,851	3,293	1,717	3,272	3,789	4,915	6,298	
CFPS (円)	159.6	182.5	93.9	178.9	207.2	268.8	383.0	
ROE	12.8%	14.0%	6.8%	11.9%	12.4%	15.1%	16.0%	
ROIC (投下資本)	4.2%	4.6%	2.8%	5.0%	7.5%	4.6%	6.5%	
ROIC (事業資産)	5.9%	6.5%	4.4%	7.2%	10.3%	6.2%	8.1%	
配当金 (円)	55.00	55.00	25.00	50.00	55.00	55.00	85.00	110.00
期中平均株式数 (百万株)	17.0	18.0	18.0	18.0	18.0	17.0	18.0	
期末株式数 (百万株)	18.0	18.2	18.2	18.2	18.2	16.4	20.5	

注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 13. 貸借対照表の推移 (通期ベース)

(百万円)	19/3	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
<b>流動資産</b>	<b>90,020</b>	<b>66,886</b>	<b>60,074</b>	<b>60,002</b>	<b>52,850</b>	<b>84,019</b>	<b>95,431</b>
現金及び預金	18,857	21,851	20,897	17,264	23,140	23,092	23,701
売上債権	99	147	198	205	273	330	356
棚卸資産	69,516	43,493	38,388	41,995	28,192	60,060	70,670
その他	1,548	1,395	591	538	1,245	537	704
<b>固定資産</b>	<b>9,577</b>	<b>8,169</b>	<b>11,146</b>	<b>26,335</b>	<b>19,302</b>	<b>17,462</b>	<b>19,986</b>
有形固定資産	456	522	3,437	17,488	16,803	14,859	15,133
うち土地	4	4	2,884	16,994	16,066	13,971	14,336
無形固定資産	9	14	55	225	116	49	41
投資その他の資産	9,112	7,633	7,654	8,621	2,382	2,553	4,811
投資有価証券	1,520	300	293	581	319	343	3,199
貸倒引当金	-213	-89	-89	-88	-88	-84	0
その他	7,805	7,422	7,450	8,128	2,151	2,294	1,612
<b>資産合計</b>	<b>99,597</b>	<b>75,055</b>	<b>71,220</b>	<b>86,337</b>	<b>72,153</b>	<b>101,482</b>	<b>115,417</b>
<b>流動負債</b>	<b>11,876</b>	<b>7,854</b>	<b>5,400</b>	<b>13,999</b>	<b>4,583</b>	<b>7,483</b>	<b>7,790</b>
買入債務	102	225	187	112	103	110	348
未払金・未払費用	501	443	459	581	754	451	365
有利子負債	8,505	3,890	2,863	7,061	1,875	2,359	2,609
短期借入金	4,968	1,099	797	1,126	0	1,440	1,525
1年内返済予定の長期借入金	3,537	2,791	2,066	5,935	1,875	919	1,084
未払法人税等	920	1,524	5	3,753	232	2,202	1,498
その他	1,848	1,772	1,886	2,492	1,619	2,361	2,970
<b>固定負債</b>	<b>66,109</b>	<b>43,330</b>	<b>40,979</b>	<b>44,555</b>	<b>36,610</b>	<b>62,496</b>	<b>62,826</b>
有利子負債	65,258	42,674	40,437	42,749	35,288	60,414	60,286
退職給付/給与引当金	43	0	0	0	0	0	0
繰延税金負債	539	448	234	1,000	398	587	324
その他	269	208	308	806	924	1,495	2,216
<b>純資産</b>	<b>21,612</b>	<b>23,871</b>	<b>24,841</b>	<b>27,781</b>	<b>30,960</b>	<b>31,501</b>	<b>44,800</b>
株主資本	22,220	24,702	25,341	28,009	30,736	30,940	43,960
資本金・剰余金	7,410	7,707	7,707	7,705	7,705	7,705	14,703
利益剰余金	14,811	16,996	17,635	20,302	23,030	26,733	31,213
自己株式	0	0	0	0	0	-3,499	-1,957
その他包括利益累計額	-629	-832	-500	-227	169	424	606
新株予約権	20	0	0	0	0	0	0
非支配株主持分	0	0	0	0	54	136	233
<b>負債純資産合計</b>	<b>99,597</b>	<b>75,055</b>	<b>71,220</b>	<b>86,337</b>	<b>72,153</b>	<b>101,482</b>	<b>115,417</b>
有利子負債	73,762	46,564	43,300	49,810	37,163	62,773	62,895
自己資本比率	21.7%	31.8%	34.9%	32.2%	42.8%	30.9%	38.6%
D/E レシオ	3.41	1.95	1.74	1.79	1.20	2.00	1.41

注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 14. キャッシュ・フロー計算書の推移 (通期ベース)

(百万円)	19/3	20/3	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>							
税引前利益	3,831	4,628	2,157	4,927	4,612	7,168	8,217
減価償却費	166	116	72	148	148	206	211
持分法による投資損益	5	93	-3	378	6,669	-59	-1
運転資本	-28,770	26,023	2,504	5,277	13,387	-32,210	-10,232
法人税等支払額	-1,411	-950	-2,090	-377	-5,426	373	-3,198
その他	-1,842	-229	930	1,020	603	-690	674
合計	-28,021	29,681	3,570	11,373	19,993	-25,212	-4,329
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>							
有形固定資産の取得及び売却	-324	-144	-56	-13,373	-379	3,487	-396
無形固定資産の取得による支出	-	-	-	-	-	-1	-12
その他	317	1,305	-43	-4,140	223	205	-1,661
合計	-7	1,161	-99	-17,513	-156	3,691	-2,069
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>							
短期借入金の純増減額	1,639	-3,869	-302	329	-930	1,440	60
長期借入金の純増減額	31,665	-23,232	-3,116	2,521	-12,128	24,160	94
株式の発行	204	290	-	-	-	-	8,279
自己株式の取得及び処分	-	-	-	-	-	-3,499	1,454
配当金の支払額	-982	-992	-1,004	-458	-913	-1,005	-1,606
その他	-14	-17	-20	-29	-4	16	-1,406
合計	32,512	-27,820	-4,442	2,363	-13,975	21,112	6,875
キャッシュに係る換算差額	-136	-28	18	57	99	16	267
キャッシュ増減額	4,348	2,994	-953	-3,718	5,960	-392	744
キャッシュ期首残高	14,509	18,857	21,851	20,897	17,178	23,140	22,747
キャッシュ期末残高	18,857	21,851	20,897	17,178	23,140	22,747	23,492

注：決算期変更のため 20/12 期は 9 カ月決算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号